

龍源電力 (916 HK)

上半年業績符合預期；期待補貼資金解決方案

龍源電力上半年業績符合我們預期。儘管受到了新冠疫情影響，公司的淨利潤表現依舊具有韌性。我們對潛在補貼增量資金對公司的影響做了一些測算，我們認為發行綠債解決補貼拖欠具備可行性。若該計畫兌現，將幫助龍源電力降低利息開支同時提升公司的自由現金流表現。我們對公司的盈利預測大致維持不變，在估值方面置入了部分補貼加速回收的預期。我們將公司的目標價上調 34%至每股 7.38 港元。

- **上半年業績符合預期。**收入同比增長 1.3%至人民幣 142 億元，與發電量增長幅度相符。其中，風電收入同比增長 6.9%，而火電則受到新冠疫情拖累發電量下降 13.4%，導致收入同比下降 11.3%。運營成本輕微下降 0.9%，主要受煤炭燃料及貿易成本下降所致，但部分受維保成本上升所抵消。儘管借貸總額上升 55 億人民幣至人民幣 834 億，財務成本仍然實現同比下降 2.3%至人民幣 17.3 億。上半年有效稅率為 17.8%，較我們預估高 1.3 個百分點。淨利潤（扣除永續權益分派後）為人民幣 32.1 億，同比增加 4.0%，符合我們預期。
- **補貼應收攀升至人民幣 228 億。**上半年補貼應收增加人民幣 58 億，且公司在期間內僅收到了人民幣 5.32 億補貼回款。對於 20 財年全年，根據財政部的補貼發放預算，公司預計全年收回補貼款人民幣 35 億元，隱含下半年若補貼資金沒有變化，補貼應收款將進一步顯著增加（我們預計進一步上升人民幣 20 元）。我們認為補貼應收款問題已經成為了一個不可忽視的問題，同時市場亦將對於公司的關注聚焦於補貼款問題的解決。
- **調升裝機及資本開支目標。**管理層基於上半年較為順暢的工程建設進度上調了 20 財年新增裝機計畫，自此前 2.15 吉瓦上調至 2.3 吉瓦，資本開支也自年初人民幣 193 億計畫上調至人民幣 211 億元。此外，公司加速了其光伏專案的發展計畫，上半年獲取了 460 兆瓦光伏競價項目。對於 2021 年，公司新增裝機指引為 2 吉瓦。
- **目標價上調 34%至 7.38 港元。**我們將 DCF 估值滾動至 2021 年，基礎估值為每股 6.00 港元。我們對公司的估值額外置入人民幣 100 億元的補貼回收預期，該部分對應每股 1.38 港元。兩者加總，我們對龍源目標價上調 34%至每股 7.38 港元，對應 2020/21 年預測市盈率 11.0/9.1 倍，預測市淨率 1.03/0.94 倍。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	26,388	27,541	28,526	31,424	34,239
同比增長 (%)	7.3	4.4	3.6	10.2	9.0
淨收入(百萬元人民幣)	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831
每股盈利(元人民幣)	0.49	0.54	0.60	0.73	0.85
每股盈利變動 (%)	6.39	10.22	11.7	20.7	17.1
市場預測每股盈利(元人民幣)	N/A	N/A	0.58	0.65	0.72
市盈率(倍)	10.05	9.12	8.16	6.76	5.8
市帳率(倍)	0.9	0.82	0.76	0.69	0.63
股息率 (%)	2.0	2.2	2.5	3.0	3.5
權益收益率 (%)	8.9	9.0	9.3	10.3	10.9
淨負債比率 (%)	163	156	167	163	144

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$7.38
(此前目標價)	HK\$5.51
潛在升幅	+37.9%
當前股價	HK\$5.35

中國風電行業

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	43,477
3 月平均流通量(百萬港元)	93.48
52 周內股價高/低(港元)	6.12/3.30
總股本(百萬)	8,036

資料來源：彭博

股東結構 - H 股

威靈頓	13.0%
貝萊德	7.0%
流通股	80.0%

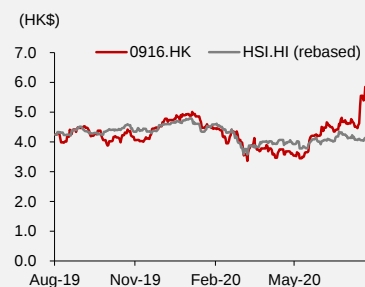
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.1%	18.2%
3-月	50.9%	42.5%
6-月	21.3%	33.8%
12-月	28.6%	29.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬德資訊

審計師：安永

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	26,388	27,541	28,526	31,424	34,239
風電	18,410	18,981	20,535	23,248	25,954
火電	7,314	7,784	7,255	7,488	7,598
其它	650	657	624	688	688
特許權收益	14	118	113	-	-
銷售成本	(13,927)	(14,488)	(14,751)	(15,726)	(16,851)
毛利	12,461	13,053	13,775	15,697	17,388
其它淨收入	917	843	881	990	1,061
行政費用	(588)	(564)	(584)	(644)	(701)
人員成本	(2,075)	(2,352)	(2,606)	(2,843)	(3,004)
其它費用	(1,473)	(1,034)	(998)	(1,100)	(1,198)
息稅前收益	9,242	9,946	10,466	12,101	13,546
融資成本淨額	(3,513)	(3,486)	(3,311)	(3,700)	(3,848)
合資及聯營企業	167	(10)	(22)	22	22
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	5,897	6,450	7,134	8,422	9,719
所得稅	(976)	(1,131)	(1,292)	(1,558)	(1,855)
減去:					
非控制股東權益	755	753	768	791	791
永續中期票據權益	242	242	242	242	242
淨利潤	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
淨利潤	3,924	4,325	4,832	5,831	6,831
折舊和攤銷	7,316	7,786	8,421	9,251	10,163
運營資金變動	(2,405)	(1,865)	(6,045)	(5,668)	(2,860)
其它	5,420	2,270	338	60	83
經營活動所得現金流	14,255	12,515	7,546	9,475	14,217
資本開支	(7,248)	(9,799)	(18,493)	(14,124)	(10,753)
聯營公司	(78)	221	22	(22)	(22)
其它	(1,308)	(1,196)	(61)	(83)	(81)
投資活動所得現金淨額	(8,633)	(10,774)	(18,533)	(14,229)	(10,856)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(2,459)	3,286	11,751	7,560	(1,132)
股息	(738)	(785)	(865)	(966)	(1,166)
其它	(4,605)	(4,202)	150	150	150
融資活動所得現金淨額	(7,802)	(1,700)	11,036	6,744	(2,148)
現金增加淨額	(2,179)	41	49	1,989	1,213
年初現金及現金等價物	5,071	2,861	2,908	2,957	4,946
匯兌	(31)	(7)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,861	2,908	2,957	4,946	6,159
受限制現金	253	523	323	350	347
資產負債表現金	3,114	3,432	3,280	5,297	6,506

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	128,718	133,773	143,805	148,600	149,111
固定資產	110,001	114,607	124,809	129,979	130,873
預付租金	2,152	-	-	-	-
合資及聯營公司投資	4,549	4,328	4,306	4,328	4,350
其它非流動資產	12,016	11,683	11,493	11,113	10,727
流動資產	17,786	23,029	27,184	32,885	35,948
現金及現金等價物	3,114	3,432	3,280	5,297	6,506
應收賬款	10,542	16,365	19,987	23,583	25,351
預付款	2,819	1,963	2,495	2,567	2,648
其它流動資產	1,312	1,269	1,422	1,438	1,443
流動負債	39,780	43,538	48,698	49,767	48,328
應付帳款	2,059	3,411	2,049	2,049	2,049
其它應付	9,122	10,840	10,465	8,480	7,474
借貸	28,336	28,965	35,876	38,935	38,514
其它流動負債	264	230	220	225	222
非流動負債	50,158	52,610	57,520	61,931	61,130
借貸	46,645	48,881	53,813	58,403	57,771
融資租賃	361	-	-	-	-
其它非流動負債	3,152	2,984	3,052	2,952	2,852
少數股東權益	7,329	7,732	7,882	8,032	8,182
永續中期票據	4,991	4,991	4,991	4,991	4,991
股東權益	44,245	47,932	51,898	56,763	62,428
淨資產總額	56,566	60,655	64,772	69,787	75,601

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
風電	69.8	68.9	72.0	74.0	75.8
火電	27.7	28.3	25.4	23.8	22.2
其它	2.5	2.4	2.2	2.2	2.0
特許權收益	0.1	0.4	0.4	-	-
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	35.0	36.1	36.7	38.5	39.6
稅前利率	22.3	23.4	25.0	26.8	28.4
淨利潤率	14.9	15.7	16.9	18.6	20.0
有效稅率	16.5	17.5	18.1	18.5	19.1
資產負債比率					
流動比率(X)	0.45	0.53	0.56	0.66	0.74
速動比率(X)	0.43	0.51	0.54	0.64	0.72
現金比率(X)	0.07	0.07	0.06	0.10	0.13
平均存貨周轉天數	12.5	11.1	11.5	11.4	10.6
平均應收款周轉天數	122.4	178.3	232.6	253.0	260.8
平均應付周轉天數	51.8	68.9	67.5	47.6	44.4
債務/股本比率(%)	169.5	162.4	172.8	171.5	154.2
淨負債/股東權益比率(%)	163.0	156.3	167.1	162.8	144.4
回報率(%)					
資本回報率	8.9	9.0	9.3	10.3	10.9
資產回報率	2.7	2.8	2.8	3.2	3.7

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。